

ODGOVORNOST IZ PROSPEKTA

Mr. sc. Branko Skerlev *

UDK: 336.761.5(497.5)

347.72.04(497.5)

Pregledni znanstveni rad

Primljeno: ožujak 2014.

U radu se prikazuje odgovornost iz prospekta prema hrvatskom pravu i usklađenost s propisima Europske unije. Osim toga, u radu se donose komparativna rješenja te se daje prijedlog poboljšanja pozitivnih propisa. Na prvom mjestu objašnjeni su nedostaci informacija sadržanih u prospektu. Nakon toga se obrađuje pojam uzročno-posljedične veze te osoba odgovornih za štetu. Nadalje, razmatra se sama odgovornost za štetu, nakon čega slijedi prikaz osoba koje su ovlaštene podnijeti zahtjev za naknadu štete iz prospekta (aktivna legitimacija). Analizira se pitanje popravljivanja štete te se prikazuje uređenje i moguća poboljšanja sustava zastare zahtjeva za naknadu štete.

Ključne riječi: prospekt, sadržaj prospekta, odgovornost za štetu iz prospekta, komparativno zakonodavstvo

1. UVOD

Osnovne pretpostavke svake privatnopravne odgovornosti, pa tako i odgovornosti iz prospekta, jesu postojanje subjekata odgovornosti (fizičke i pravne osobe), štetna radnja, uzročnost, protupravnost i u većini slučajeva i element krivnje.

U tom smislu štetna je radnja svako postupanje odgovornih osoba koje dovede do nedostataka u pogledu informacija sadržanih u prospektu. Svako ponašanje odgovornih osoba koje ima za posljedicu povredu zakonskih zahtjeva o informacijama koje mora sadržavati prospekt predstavlja element protupravnosti, odgovornosti iz prospekta.

* Mr. sc. Branko Skerlev, odvjetnik iz Zagreba, Radnička cesta 52/R2

Razumijevanje odgovornosti iz prospekta podrazumijeva da se razluči priroda informacija čiji nedostatak dovodi do odgovornosti iz prospekta.

2. NEDOSTACI INFORMACIJA SADRŽANIH U PROSPEKTU

2.1. Informacije koje mora sadržavati prospekt

Informacije propisane Pravilnikom o minimumu informacija u prospektu, formatu prospekta i objavi prospekta i oglasu u vezi s prospektom (Narodne novine, br. 5/2009, 34/2012) predstavljaju zakonski minimum informacija koji je potrebno unijeti u prospekt. No, bilo bi pogrešno zaključiti da odgovornosti iz prospekta neće biti ako su u prospektu navedeni svi podaci čiji je minimum propisan Pravilnikom.¹ Isto tako, bilo bi pogrešno zaključiti da će postojati odgovornost uvijek kada se nešto od podataka propisanih Pravilnikom ispusti iz prospekta.² U tom smislu instruktivne su nam odredbe članka 355. Zakona o tržištu kapitala (dalje u tekstu: ZTK) koje zahtijevaju da prospekt sadrži sve informacije koje su potrebne ulagatelju za procjenu imovine i dugova, financijskog položaja, dobiti i gubitka, razvojnih mogućnosti izdavatelja te prava iz vrijednosnih papira.

Nadalje, iz odredbi Direktive 2003/71/EZ proizlazi da informacije koje su pružene moraju ulagateljima omogućiti donijeti informiranu procjenu rizika koji proizlazi iz vrijednosnih papira kako bi mogli donijeti ulagačku odluku temeljem pune spoznaje o činjenicama.³ Dakle, moguće je zamisliti situaciju u kojoj bi prospekt u pogledu sadržanih informacija zadovoljavao sve odredbe Pravilnika, ali istodobno zbog izostavljanja ili nepotpunih materijalno bitnih informacija predstavljao temelj za odgovornost iz prospekta.

2.2. Netočnost i nepotpunost informacija iz prospekta

Prospekt se smatra netočnim s obzirom na objektivne okolnosti. Uzima se u obzir sadrži li prospekt navode koji su objektivno neistiniti. Možemo zaključiti da u prospektu nije dopušteno izlagati okolnosti kako se one čine iz-

¹ Ehricke, U., u: Hopt, K. J.; Voigt, H. C., *Prospekt – und Kapitalmarktinformativshaf-tung*, Mohr-Siebeck, Tübingen, 2004., str. 213 i 214.

² *Ibid.*

³ Vidi točku (20) uvoda Direktive 2003/71/EZ, tako i Van Gerven, D., poglavlje u: Van Gerven, D. (ur.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe*, Cambridge University Press, New York, 2008., str. 33.

davatelju. U tom smislu izdavatelj i ostale osobe odgovorne za prospekt imaju obvezu istražiti podatke sadržane u prospektu.⁴

Primjer netočnosti prospekta predstavljaju i situacije u kojima podaci sadržani u prospektu pojedinačno nisu neistiniti, ali njihova kombinacija daje pogrešnu sliku, odnosno upućuje na to da je izdavatelj društvo koje je u solidnoj situaciji, a stvarna slika društva je drukčija. U tom smislu korištenje dopuštenih i zakonitih računovodstvenih metoda i prikaza koji u konačnici ne daju pravu sliku o društvu izdavatelju također predstavljaju slučaj netočnog prospekta.⁵

O netočnosti u širem smislu govori se u slučajevima kada su informacije o financijskoj situaciji društva izdavatelja i vrijednosnih papira neprecizne i dvosmislene jer kod trećih osoba stvaraju pogrešne pretpostavke o društvu i njegovu poslovanju.⁶

U tom smislu instruktivna je i praksa u slučaju Coop, u kojem su tužitelji u pogledu izdanja njihovih obveznica tvrdili da je prospekt netočan jer dug 214 povezanih društava u visini od 1,5 milijardi njemačkih maraka nije bio prikazan u konsolidiranim izvješćima. Naime, informacije sadržane u spornom prospektu u pogledu financijskog izvještavanja bile su izrađene u skladu s njemačkim računovodstvenim propisima, ali ne i u skladu s nizozemskim računovodstvenim propisima. U tom dijelu sud je smatrao da informacije sadržane u prospektu dovode ulagatelje u zabludu. No, iz navedene presude proizlazi i zaključak koji potvrđuje prethodno izlaganje da i u slučajevima kada se primjenjuju dopuštene i zakonite računovodstvene metode, način predavljanja informacija može predstavljati netočnost prospekta.⁷

Osim toga, Direktiva 2003/71/EZ u članku 5., kao i ZTK u članku 355., zahtijevaju da prospekt mora biti dosljedan, pregledan i razumljiv, a informacije u njemu prikazane na način koji omogućuje njihovu jednostavnu analizu.

⁴ Hopt, K. J., *Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen*, C.H. Beck, München, 1991., str. 78; Hopt, K. J.; Voigt, H. C., u: Hopt; Voigt, *op. cit.* u bilj. 1, str. 51; Grunewald, B.; Schlitt M., *Einführung in das Kapitalmarktrecht*, C. H. Beck, München, 2007.

⁵ Hopt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 78; Grunewald; Schlitt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 245; Čulinović Herc, E., *Prospekt pri javnoj i privatnoj ponudi vrijednosnih papira i pravci razvoja u europskom pravu*, Zbornik Pravnog fakulteta u Rijeci, vol. 24, br. 1, 2003., str. 113 – 144.

⁶ Hopt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 78 – 80.

⁷ Hopt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 78 – 80; Hopt; Voigt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 52.

Dakle, netočnost predstavljaju i slučajevi u kojima se koriste rafinirane poluistine⁸ i trikovi kojima se dovodi u zabludu.⁹ Također i slučajevi u kojima u prospektu ima nejasnoća, bilo da je nejasnoća plod namjere ili grube nepažnje. Navedeno se procjenjuje iz kuta potencijalnog ulagatelja, a ne izdavatelja, odnosno osobe odgovorne za prospekt.¹⁰

O zavaravanju može biti riječi i u situacijama u kojima način na koji se informacije predstavljaju u prospektu ili upotreba stranih izraza onemogućuje ili otežava informiranje ulagatelja na jednostavan način.

Komparativno pravo, prije svega njemačko i švicarsko, prepoznaje postojeće odgovornosti iz prospekta i kada su u pitanju prognoze i vrijednosni sudovi. Vrijednosni sudovi i prognoze smatrat će se netočnima u slučajevima kada nisu utemeljeni na činjenicama ili se ne mogu opravdati poslovnom logikom.¹¹

Stoga se zahtijeva da prospekt sadrži sve informacije na temelju kojih se stvara interes za ulaganje, kao i sve one koje ulagača mogu odvratiti od ulaganja. To se posebice odnosi na informacije koje propisi ne određuju kao obvezne, ali koje s obzirom na obvezne daju punu sliku situacije. Dakle, zahtjev potpunosti pretpostavlja točan opis faktičnog stanja koji informira ulagatelja o svim bitnim informacijama potrebnim za transakciju.¹²

Za odgovornost iz prospekta bitno je odrediti za koji trenutak se utvrđuje netočnost ili nepotpunost prospekta. Članak 379. ZTK-a uređuje pitanje dopune prospekta te propisuje da obveza dopune prospekta postoji sve dok ne protekne razdoblje za prihvrat ponude, odnosno do početka trgovanja na uređenom tržištu, s obzirom na događaj koji se ostvari kasnije. To je u skladu s člankom 16. stavkom 1. Direktive 2003/71/EZ-a. Tako se ulagatelji mogu osloniti na informacije iz prospekta s obzirom na trenutak proteka razdoblja za prihvrat ponude, odnosno do početka trgovanja na uređenom tržištu koji god od njih je kasnije nastao.

2.3. Osobe kojima je prospekt namijenjen

Prilikom ocjene točnosti i potpunosti prospekta predlaže se primijeniti kriterij prosječnog ulagatelja kojemu je takav prospekt namijenjen.¹³ U tom smislu

⁸ Hopt; Voigt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 51.

⁹ Kowalewski, J., u: Hopt; Voigt, *op. cit.* u bilj. 1, str. 1043.

¹⁰ *Ibid.*

¹¹ Grunewald; Schlitt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 245.

¹² Kowalewski, *op. cit.* u bilj. 9, str. 1041.

¹³ Odluka Vrhovnog suda Njemačke od 12. srpnja 1982., II ZR 175/81, za objašnjenje vidi Grunewald; Schlitt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 247; Ehrlicke, *op. cit.* u bilj. 1, str. 220.

treba uzeti u obzir odredbe članka 10. Zakona o obveznim odnosima (dalje u tekstu: ZOO) koji pretpostavlja kriterije dobrog domaćina, gospodarstvenika, odnosno stručnjaka ovisno u kojem svojstvu osoba nastupa u obveznom odnosu.¹⁴

Njemačka sudska praksa u predmetu Beton – und Monierbau bavila se pitanjem tko se ima smatrati prosječnim ulagateljem te je došla do zaključka da je prosječni ulagatelj osoba koja “doduše zna pročitati bilancu, ali apsolutno ne mora biti upoznata s jezikom koji je imanentan upućenim osobama”. Navedeni stav nije prošao bez kritika, osobito u dijelu da prosječni ulagatelj mora biti sposoban čitati bilancu.¹⁵

No pitanje prosječnog ulagatelja valja staviti i u kontekst njegovih svojstava. Mali, kvalificirani ili profesionalni ulagatelji¹⁶ ne bi trebali biti tretirani na jednak način uzimajući u obzir članak 10. ZOO-a, odnosno pažnju dobrog domaćina, gospodarstvenika ili stručnjaka. S obzirom na profesionalne i kvalificirane ulagatelje bit će potrebno primijeniti viši standard pažnje. No, bilo bi neprihvatljivo dopustiti ulagateljima da u svakom pojedinom slučaju, s obzirom na konkretno znanje pojedinog ulagatelja, dokazuju jesu li informacije iz prospekta bile dovoljno informativne.¹⁷

3. UZROČNO-POS LJEDIČNA VEZA (KAUZALITET)

Uzročna veza između štetne radnje i štete nužna je pretpostavka odgovornosti za štetu, pri čemu oštećenik mora dokazati postojanje uzročne veze. Uzročnost je dakle jedna od pretpostavki odgovornosti za štetu koja se u pravilu ne predmnijeva.¹⁸ Samo iznimno pravo iz posebnih razloga predviđa i predmnjenu uzročnosti. To je, primjerice, slučaj kod šteta nastalih opasnom radnjom ili opasnom stvari.¹⁹

Već smo prethodno spomenuli da se na odgovornost iz prospekta u hrvatskom pravu uvelike primjenjuju opći instituti odgovornosti za štetu. Tako je i

¹⁴ Zakon o obveznim odnosima, Narodne novine, br. 35/05, 41/08 i 125/11.

¹⁵ Grunewald; Schlitt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 247; Ehricke, *op. cit.* u bilj. 1, str. 221.

¹⁶ Članci 60. – 71. ZTK-a.

¹⁷ Carbonare, M. G.; Harrer, H.; Spillmann, T.; Wirth, F., *Liability and due Diligence in connection with Equity Securities Offerings – An overview of U.S., Swiss and German Law*, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (GesKR), br. 2, 2008., str. 134, dostupno na: http://www.baerkarrer.ch/upload/publications/19_51_00Spillmann.pdf.

¹⁸ Vedriš, M.; Klarić, P., *Gradansko pravo*, Narodne novine, Zagreb, 2000., str. 558.

¹⁹ *Ibid.*

u pogledu uzročnosti jer iz odredaba ZTK-a, posebice članka 359., ne možemo iščitati neku posebnu odredbu koja bi na bilo koji način uređivala pitanje uzročnosti.

Oštećeni mora dokazati da ga je upravo štetna radnja koja se ogleda u netočnosti i nepotpunosti informacija sadržanih u prospektu navela na kupnju vrijednosnih papira (to bi pretpostavljalo da je osoba čitala prospekt). Navedeno treba dovesti do zaključka da je kojim slučajem oštećeni znao za netočnost i nepotpunost informacija, ne bi se odlučio za kupnju vrijednosnih papira ili se ne bi odlučio kupiti ih po takvoj cijeni.

Kako bi se dokazivanje uzročnosti olakšalo, švicarsko pravo, primjerice, dopušta konstrukciju prema kojoj nije nužno da je ulagatelj doista čitao prospekt. Temeljem teorije učinkovitog tržišta dopušta se da podaci iz prospekta stvaraju tržišnu cijenu vrijednosnog papira na koju se ulagatelj može opravdano osloniti.²⁰ U ovakvom zaključku švicarsko pravo oslanja se na tzv. *fraud on the market theory* prava SAD-a, s bitnom razlikom što navedena teorija prebacuje teret dokazivanja na izdavatelja²¹, dok se švicarsko pravo zaustavlja na tome da teret dokaza leži na ulagatelju, ali dokazivanje pretpostavlja samo određenu razinu vjerojatnosti, a ne i izvjesnosti.²²

De lege lata s pozicije zaštite ulagatelja, u pogledu uzročnosti, u hrvatskom pravu bilo bi nužno primijeniti fikciju koju koristi i švicarska teorija prema kojoj nije nužno da je ulagatelj doista čitao prospekt, nego se ulagatelj može opravdano osloniti na tržišnu cijenu koja je nastala temeljem informacija sadržanih u prospektu. U tom smislu uzročnost se pretpostavlja.²³

De lege ferenda izmjene koje bi prebacile teret dokazivanja na odgovorne iz prospekta čine se ispravnim uzimajući u obzir komparativne tendencije i okolnost da u takvim slučajevima između ulagatelja i osoba odgovornih za prospekt uvijek postoji asimetrija informacija u korist onih potonjih. Iz toga je opravdano pretpostaviti da će odgovornim osobama biti lakše dokazati suprotno nego što bi ulagateljima bilo moguće dokazati kauzalitet. Time se asimetrija u informacijama adresira na primjereniji način.

²⁰ Kowalewski, *op. cit.* u bilj. 9, str. 1045 i 1046; Carbonare; Harrer; Spillmann; Wirth, *op. cit.* u bilj. 17, str. 129.

²¹ Carbonare; Harrer; Spillmann; Wirth, *op. cit.* u bilj. 17, str. 121 i 122.

²² *Ibid.*, str. 130.

²³ Miladin, P., *Odnosi između društva izdavatelja, pokrovitelja izdanja i ulagatelja (emisijski posao)*, u: *Zbornik 49. susreta pravnika*, Hrvatski savez udruga pravnika u gospodarstvu, Opatija, 2011., str. 71.

4. ODGOVORNE OSOBE (PASIVNA LEGITIMACIJA)

Članak 6. Direktive 2003/71/EZ-a propisao je obvezu državama članicama osigurati da odgovornost za podatke iz prospekta ima barem izdavatelj, njegova uprava ili nadzorni odbor, ponuditelj, podnositelj zahtjeva za uvrštenje na uređeno tržište ili jamac.

Na četvrtom neformalnom sastanku o implementaciji Direktive 2003/71/EZ-a održanom 8. ožujka 2005. godine zauzeto je stajalište da najmanje jedna osoba, navedena u članku 6. Direktive 2003/71/EZ-a mora biti odgovorna za sadržaj cijelog prospekta, bez obzira na to što različite osobe mogu biti odgovorne za pojedine dijelove prospekta. Pritom je nacionalnim zakonodavstvima prepušteno odrediti druge osobe koje su također odgovorne za cijeli prospekt ili njegov dio.

U želji da se uskladi s gore navedenim odredbama Direktive 2003/71/EZ-a hrvatski zakonodavac je u članku 359. stavku 1. ZTK-a propisao sljedeće:

1) Osobe odgovorne za točnost i potpunost informacija u prospektu su:

1. izdavatelj i njegovi članovi uprave i nadzornog odbora, odnosno upravnog odbora,
2. ponuditelj ili podnositelj zahtjeva za uvrštenje, ako su te osobe različite od izdavatelja,
3. jamac u svezi s izdavanjem, kad je to primjenjivo i
4. osobe koje preuzmu odgovornost za točnost i potpunost informacija u prospektu ili dijelovima prospekta.

Postavlja se pitanje ograničava li navedena odredba krug osoba odgovornih za prospekt te isključuje li mogućnost konstruiranja odgovornosti spram ostalih osoba koje nisu navedene u toj odredbi. Navedena odredba ne isključuje moguću odgovornost ostalih osoba koje nisu izričito spomenute u članku 359. stavku 1. ZTK-a. Naime, za isključenje odgovornosti takvih trećih osoba bilo bi potrebno izričito isključiti primjenu odredaba Zakona o obveznim odnosima i propisati isključenje odgovornosti svih ostalih trećih osoba, što je ovdje propušteno učiniti. U tom smislu odredba bi trebala glasiti: *Osobe odgovorne za točnost i potpunost informacija u prospektu su isključivo:...* (istaknuo autor).

U komparativnom zakonodavstvu dominantno se grupe odgovornih osoba mogu podijeliti na izdavatelja i s njim povezane osobe, banku ili investicijsko društvo koje obavlja poslove provedbe ponude te revizore i ostale stručnjake.²⁴

²⁴ Gerner-Beuerle, C., *The market for securities and its regulation through gatekeepers*, <http://ssrn.com/abstract=1330190> (28. rujna 2012.), str. 16; vidi Carbonare; Harrer; Spillmann; Wirth, *op. cit.* u bilj. 17; Kowalewski, *op. cit.* u bilj. 9, str. 1028 – 1032;

Hrvatski zakonodavac je slijedeći Direktivu 2003/71/EZ-a odredbom članka 359. ZTK-a kao odgovorne osobe odredio izdavatelja, njegove članove uprave i nadzornog odbora, odnosno upravnog odbora, ponuditelja ili podnositelja zahtjeva za uvrštenje, ako su te osobe različite od izdavatelja, jamca u svezi s izdavanjem, kad je to primjenjivo te osobe koje preuzmu odgovornost za točnost i potpunost informacija u prospektu ili dijelovima prospekta.

Spomenute osobe, posebice banke i investicijska društva, ne potpadaju pod pojam ponuditelj kako je određen u članku 343. stavku 1. točki 9. ZTK-a koji ponuditelja određuje kao pravnu ili fizičku osobu koja nudi vrijednosne papire javnosti.²⁵ Pritom valja napomenuti da se vodeće banke u Hrvatskoj ne smatraju ponuditeljima u smislu te odredbe.²⁶ Također, uvidom u prospekte uvrštenja na Zagrebačkoj burzi, a odobrene od Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: HANFA), proizlazi da se pod osobama odgovornim za točnost i potpunost informacija u prospektu pojavljuju samo izdavatelj i njegovi članovi uprave i nadzornog odbora²⁷, a da se izričito isključuje odgovornost banke kao agenta izdanja za spomenute informacije.²⁸

Kod primjene članka 359. ZTK-a dolazi do podredne primjene odredbi članka 1045. ZOO-a, a kada je riječ o članovima nadzornog odbora i uprave, i do primjene članaka 252. i 273. Zakona o trgovačkim društvima (dalje u tekstu: ZTD). Posljedica navedenog je moguća odgovornost banaka, odnosno investicijskih društava, kao i revizora odnosno drugih stručnjaka te svih trećih osoba koje bi ispunjavale pretpostavke za odgovornost sadržanu u ZOO-u i ZTD-u.

Ehricke, *op. cit.* u bilj. 1, str. 225 – 233; Bolle, C., u: Hopt; Voigt, *op. cit.* u bilj. 1, str. 355 – 362.

²⁵ Suprotno Čulinović Herc, E., *Prospekt i odgovornost iz prospekta pri javnoj ponudi vrijednosnih papira u hrvatskom i usporednom pravu*, u: *Zbornik radova međunarodnog savjetovanja "Aktualnosti građanskog i trgovačkog zakonodavstva i pravne prakse"* Neum, 2009, Pravni fakultet Sveučilišta u Mostaru, Mostar, 2009., str. 173, 184.

²⁶ Informacija dobivena intervjuom vodećih pravnih eksperata u sljedećim društvima: Zagrebačka banka d.d., Privredna banka d.d. i Erste & Steiermärkische Bank d.d.

²⁷ Prospekt obveznice NEXE-O-13CA, ISIN oznaka: HRNEXEO13CA9, izdavatelj NEXE d.d. Našice, <http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/NEXE-O-13CAProspekt-2552012144708.pdf> (28. rujna 2012.).

²⁸ Prospekt obveznice JDGL-O-166A, ISIN oznaka: HRJDGLO166A1, društva Jadranski galenski laboratorij d.d., <http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/JDGL-O-166AProspekt-21112011112802.pdf> (28. rujna 2012.).

4.1. Izdavatelj, management i osobe koje imaju financijski interes u pogledu izdanja

Članak 359. stavak 1. ZTK-a propisuje da za točnost i potpunost prospekta odgovaraju izdavatelj i njegovi članovi uprave i nadzornog odbora, odnosno upravnog odbora. Pritom članak 343. stavak 1. točka 8. ZTK-a određuje izdavatelja kao pravnu osobu koja izdaje ili namjerava izdati vrijednosne papire.

Izdavatelj temeljem članka 1045. ZOO-a odgovara prema načelu pretpostavljene krivnje, pri čemu se pretpostavlja obična nepažnja. I članovima uprave i nadzornog odbora krivnja se pretpostavlja temeljem primjene članka 252. i 273. ZTD-a. Dapače, navedeni stupnjevi odgovornosti primjenjuju se u hrvatskom pravu na sve osobe odgovorne iz prospekta.²⁹

Odredbe članka 23. stavka 1. Wertpapierprospektgesetz-a za odgovornost propisuju viši stupanj krivnje – namjeru ili krajnju nepažnju. Navedeni viši stupanj odgovornosti može se obrazložiti željom da sustav odgovornosti bude atraktivan za izdavatelje i pokušajem da se izdavatelji zaštite od mogućih malicioznih postupaka za naknadu štete.

S druge strane, pravo SAD-a za izdavatelja propisuje objektivnu odgovornost³⁰, dok za članove upravnog odbora pretpostavlja mogućnost da se oslobode odgovornosti koja bi odgovarala razini obične nepažnje.³¹ Pitanje objektivne odgovornosti izdavatelja i u hrvatskom pravu ima svoje zagovornike.³²

Određeni dio njemačke teorije sugerira da su za podatke iz prospekta odgovorne sve osobe koje mogu kontrolirati njegov sadržaj i izdavanje. U tom smislu daju se primjeri društva majke koje daje upute povezanim društvima u pogledu uvrštenja ili javne ponude, odnosno većinskog dioničara koji u naravi kontrolira transakciju.³³

²⁹ Isto Miladin, *op. cit.* u bilj. 23, str. 72

³⁰ Članak 11. b Securities law. Samo se ostale osobe koje odgovaraju s naslovom prospekta mogu ekskulpirati.

³¹ Članak 11. b Securities law.

³² Vidi Čulinović Herc, *op. cit.* u bilj. 25, str. 184: "Otvoreno je pitanje stoga da li bi na strani odgovornih osoba postojala mogućnost ekskulpacije. S obzirom da drugi instituti tu mogućnost poznaju, smatramo da je prihvatljivo da se osobe koje su u 'drugom krugu' odgovorne mogu osloboditi te odgovornosti ako dokažu da su postupale s profesionalnom pažnjom. Pitanje je međutim bi li to moglo vrijediti i za samog izdavatelja, odnosno radi li se ovdje o odgovornosti bez obzira na krivnju, o čemu zakonodavac ne kaže ništa."

³³ Gerner-Beuerle, *op. cit.* u bilj. 24, str. 38.

U vezi s time, odredba članka 752. švicarskoga Građanskog zakonika vrlo široko obuhvaća krug pasivnolegitimiranih osoba te s obzirom na odredbu članka 1045. ZOO-a može biti instruktivna (naravno, pod pretpostavkom da se tim osobama dokaže štetna radnja, šteta, uzročna veza, protupravnost, dok se krivnja pretpostavlja). Tako se uz gore spomenute osobe kao moguće pasivno legitimirane u Švicarskoj razmatraju i ostale osobe koje su zaposlene kod izdavatelja, a na koje je prenesena ovlast za vođenje poslova izdavatelja. U tom smislu doprinos takve osobe prilikom javne ponude/uvrštenja mora biti značajan.³⁴ Također, i osnivač izdavatelja mogao bi biti odgovoran prema švicarskom pravu.³⁵

4.2. Banka ili investicijsko društvo koje obavlja poslove provedbe ponude

Već smo u ovoj glavi naveli stav da se banke i investicijska društva kada obavljaju poslove agenta izdanja ne smatraju odgovornim za točnost i istinitost prospekta. Iz navedenog proizlazi da se, kada djeluju kao agent izdanja, ne smatraju ponuditeljima u smislu članka 359. stavka 1. ZTK-a, a izgleda da je navedenu praksu zajedno s klauzulama koje ograničavaju odgovornost agenta izdanja³⁶ prihvatila i HANFA svojim odobrenjima prospekata koji takva ograničenja i isključenja sadrže.³⁷

Nastavno na navedeno, postavlja se pitanje bi li banke i investicijska društva u hrvatskom pravu uopće odgovarali za točnost i potpunost prospekta i je li moguće konstruirati njihovu odgovornost za štetu bez obzira na odredbu članka 359. ZTK-a, primjenom opće odredbe članka 1045. stavka 1. ZOO-a. U tom smislu instruktivne su odredbe njemačkog prava koje određuju preuzimanje takve odgovornosti kao pretpostavku za zahtjev za uvrštenje³⁸, dok

³⁴ Kowalewski, *op. cit.* u bilj. 9, str. 1029.

³⁵ *Ibid.*, str. 1030.

³⁶ Ovakvo isključenje odgovornosti bilo bi moguće samo ako bi odgovornost iz prospekta kvalificirali kao ugovornu odgovornost, što nam nije prihvatljiv stav. Za pravnu kvalifikaciju odgovornosti iz prospekta vidi glavu 5. ovog rada.

³⁷ Vidi prospekt obveznice NEXE-O-13CA, ISIN oznaka: HRNEXEO13CA9, izdavatelja NEXE d.d. Našice, <http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/NEXE-O-13CA-Prospekt-2552012144708.pdf> (28. rujna 2012.) i prospekt obveznice JDGL-O-166A, ISIN oznaka: HRJDGLO166A1, društva Jadranski galenski laboratorij d.d., <http://zse.hr/userdocsimages/prospekti/JDGL-O-166AProspekt-21112011112802.pdf> (28. rujna 2012.); Gerner-Beuerle, *op. cit.* u bilj. 24, str. 30, 56.

³⁸ Članak 5. njemačkog Börsengesetzes.

se po pravu Velike Britanije traži imenovanje tzv. sponzora koji je često investicijska banka i ujedno član sindikata pokrovitelja izdanja, a ima obvezu provesti pažljivu inspekciju odgovara li prospekt regulatornim zahtjevima.³⁹ Dakle, nesumnjivo je da hrvatske banke i investicijska društva ne dovode u pitanje svoju odgovornost za točnost i istinitost prospekta kada djeluju u ulozi pokrovitelja izdanja.

Dostupni poredbeni pravni izvori⁴⁰ bave se dominantno pitanjem odgovornosti banaka i investicijskih društava kao pokrovitelja izdanja. U tom smislu preispituje se pozicija pokrovitelja izdanja i njegova odgovornost u pogledu točnosti i potpunosti prospekta.

Također, postavlja se pitanje standarda pažnje koji se zahtijeva od pokrovitelja izdanja prilikom izdanja/uvrštenja. Određeni autori zahtijevaju da pokrovitelj u svakom slučaju provede neovisnu istragu u pogledu sadržaja prospekta koja bi uključivala pregled zapisnika sjednica uprave i nadzornog odbora, odnosno upravnog odbora, pregled materijalno značajnih ugovora, razgovore sa zaposlenicima, posjet proizvodnim kapacitetima. Također, traži se zapošljavanje neovisnih stručnjaka i izdavanje tzv. *comfort lettera*.⁴¹

Problematizirano je i pitanje standarda pažnje u slučajevima konzorcija pokrovitelja; ima li u tom slučaju samo vodeći pokrovitelj obvezu neovisne istrage, dok se ostali članovi konzorcija mogu zadovoljiti pregledom prospekta ili nadzorom glavnog pokrovitelja, ili obveze članova konzorcija ovise o njihovoj ulozi u konzorciju.⁴²

Kod primjene hrvatskog prava na ova pitanja trebalo bi uzeti u obzir standard pažnje dobrog stručnjaka koji je povezan s povećanom razinom pažnje, pravilima struke i običajima. Kod ocjene pravila struke trebalo bi uzimati u obzir pravila struke pravnih poredaka koji imaju dužu i bogatiju praksu primjene kao što je slučaj sa SAD-om.⁴³

Dobri argumenti govore u prilog zaključaka švicarske teorije i sudske prakse koja na tragu pravnih rješenja iz prava SAD-a zaključuje kako se pokrovitelji

³⁹ Gerner-Beuerle, *op. cit.* u bilj. 24, str. 28, 30.

⁴⁰ Za pregled prava SAD-a, Engleske i Njemačke vidi Gerner-Beuerle, *op. cit.* u bilj. 50, za njemačko pravo vidi Ehricke, *op. cit.* u bilj. 1, za švicarsko pravo Kowalewski, *op. cit.* u bilj. 9, za belgijsko pravo Bolle, *op. cit.* u bilj. 24.

⁴¹ Gerner-Beuerle, *op. cit.* u bilj. 24, str. 40; Ehricke, *op. cit.* u bilj. 1, str. 227; Kowalewski, *op. cit.* u bilj. 9, str. 1030; Bolle, *op. cit.* u bilj. 24, str. 359.

⁴² Gerner-Beuerle, *op. cit.* u bilj. 24, str. 40; Ehricke, *op. cit.* u bilj. 1, str. 227; Kowalewski, *op. cit.* u bilj. 9, str. 1030; Bolle, *op. cit.* u bilj. 24, str. 359.

⁴³ Carbonare; Harrer; Spillmann; Wirth, *op. cit.* u bilj. 17, str. 131.

izdanja mogu osloniti na točnost i potpunost dijelova prospekta koji su sastavljeni od strane stručnjaka (revizori, odvjetnici, porezni savjetnici) sve dok nemaju razloga razumno zaključiti da su informacije sadržane u prospektu sastavljene od stručnjaka netočne ili u materijalnom smislu nepotpune.⁴⁴ Naime, situacija u kojoj bi pokrovitelji izdanja angažirali nove stručnjake nepotrebna je s pozicije dodatnih troškova kao i teškoće ocjene mišljenju kojeg stručnjaka pokloniti vjeru.⁴⁵ U pogledu dijelova prospekta koji ne sadrži informacije od strane stručnjaka, odnosno u pogledu informacija koje dolaze od strane izdavaatelja, pokrovitelji bi bili dužni takve informacije podvrgnuti uobičajenoj provjeri. Nakon uobičajene provjere obveza poduzimanja istrage postojala bi samo ako bi takva provjera dovela do indicija koje upućuju na potrebu daljnje istrage.⁴⁶ Odgovornost ostalih članova konzorcija treba prosuđivati s obzirom na važnost njihove uloge u samom konzorciju pokrovitelja.

Ostavimo li po strani pitanje može li se gore opisana odgovornost pokrovitelja izdanja u hrvatskom pravu proširiti i na odnose kada su banke i investicijska društva samo agenti izdanja, pitanje je može li se i pored takve vrste odgovornosti konstruirati i neka druga odgovornost temeljem članka 1045. ZOO-a.

Kako smo napomenuli, komparativno pravo u tom je dijelu iz gore spomenutih razloga ograničeno. U tom smislu instruktivno je stajalište belgijske sudske prakse koja pretpostavlja odgovornost kod banke koja nudi vrijednosne papire ulagačkoj javnosti ako je pritom propustila provjeriti je li u pogledu takvih vrijednosnih papira poštovana pravna procedura u pogledu javne ponude. Navedeno bi proizlazilo iz okolnosti da se od profesionalnog prodavatelja može razumno očekivati da provede takvu vrstu provjere prilikom nuđenja vrijednosnih papira.⁴⁷ I švicarska teorija postavlja ovu odgovornost nešto općenitije, pretpostavljajući da na strani banke postoji odgovornost da osigura pravilno provođenje izdanja vrijednosnih papira.⁴⁸

Belgijska sudska praksa navodi da se u slučaju u kojem banka svoje ime poveže s određenim izdanjem vrijednosnih papira ulagatelji mogu osloniti na pretpostavku da je banka u pogledu takvog izdanja postupala s dužnom pažnjom.⁴⁹ Iz švicarske teorije također dolazi mišljenje da bilo koja vrsta uključuje-

⁴⁴ Carbonare; Harrer; Spillmann; Wirth, *op. cit.* u bilj. 17, str. 131; Kowalewski, *op. cit.* u bilj. 9, str. 1031.

⁴⁵ Gerner-Beuerle, *op. cit.* u bilj. 24, str. 57.

⁴⁶ Carbonare; Harrer; Spillmann; Wirth, *op. cit.* u bilj. 17, str. 131.

⁴⁷ Bolle, *op. cit.* u bilj. 24, str. 358.

⁴⁸ Kowalewski, *op. cit.* u bilj. 9, str. 1030.

⁴⁹ Bolle, *op. cit.* u bilj. 24, str. 359.

nosti banke u postupku izdavanja vrijednosnih papira za posljedicu ima odgovornost banke za točnost i potpunost prospekta jer takav angažman na strani ulagačke javnosti pobuđuje povjerenje u izdavatelja i vrijednosne papire.⁵⁰ Švicarska teorija također pretpostavlja moguću odgovornost banke u pogledu pravilnog određivanja cijene prilikom davanja javne ponude.⁵¹

4.3. Revizori i drugi stručnjaci

Smatra se da su stručnjaci osobe koje na najbolji način mogu osigurati točnost podataka, no istodobno njihova je uloga ograničena s obzirom na okolnost da nemaju utjecaj na sadržaj podataka koji im se priprema kao podloga za davanje mišljenja.⁵² Također, njihova uloga je važna zbog primjene tzv. *due diligence* obrane.⁵³ Naime, osobito banke i investicijska društva mogu zapošljavanjem stručnjaka za provjeru točnosti podataka iz prospekta dokazati da su u svojem postupanju primijenili dužnu pažnju te se posljedično osloboditi odgovornosti za štetu.

Revizore i druge stručnjake ZTK ne spominje kao moguće odgovorne osobe za informacije iz prospekta. Samo članak 359. stavak 1. točka 4. ZTK-a napominje da odgovaraju osobe koje u prospektu ili dijelovima prospekta preuzmu odgovornost za točnost i potpunost informacija. No, i bez preuzimanja odgovornosti u prospektu ili njegovim dijelovima revizori i drugi stručnjaci mogu odgovarati prema općim pravilima deliktne odgovornosti.⁵⁴ Tumačeći odredbe članka 21. Wertpapierprospektgesetzes, njemačka pravna teorija većinskog je stajališta da u njemačkom pravu revizori i drugi stručnjaci nisu pasivno legitimirani s obzirom na zahtjeve iz tog članka.⁵⁵

Kao osobe koje imaju monopol nad obavljanjem poslova revizije godišnjih financijskih izvješća društava, revizori obavljaju posao od javnog interesa. Dužni su izrađivati revizorska mišljenja u skladu s međunarodnim standardima.⁵⁶ Na navedena mišljenja treće osobe mogu se razumno osloniti. Zakon o reviziji (dalje u tekstu: ZREV) u članku 18. predviđa i obvezu obveznog osiguranja

⁵⁰ Hopt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 68.

⁵¹ Kowalewski, *op. cit.* u bilj. 9, str. 1030.

⁵² Gerner-Beuerle, *op. cit.* u bilj. 24, str. 53.

⁵³ Više o konceptu "due diligence defence" vidi u: Carbonare; Harrer; Spillmann; Wirth, *op. cit.* u bilj. 17, str. xxx; Grunewald; Schlitt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 256 – 268.

⁵⁴ Bolle, *op. cit.* u bilj. 24, str. 360; Kowalewski, *op. cit.* u bilj. 9, str. 1030 i 1031.

⁵⁵ Gerner-Beuerle, *op. cit.* u bilj. 24, str. 38.

⁵⁶ Članak 17. stavak 1. Zakona o reviziji, Narodne novine, br. 146/05, 139/08 i 144/12.

revizora od štete koja bi bila počinjena trećim osobama u obavljanju njegove profesionalne djelatnosti.

Slijedom navedenog, a primjenom odredbe članka 1045. ZOO-a, revizori odgovaraju ako prospekt sadrži netočne ili nepotpune podatke. Do navedene odgovornosti dolazi ako bi određena postupanja ili propuštanja na strani revizora, koja bi se mogla okarakterizirati barem kao obična nepažnja u pogledu podataka iz prospekta, prouzročila štetu ulagatelju. Pritom se na revizora kao standard dužne pažnje primjenjuje pažnja dobrog stručnjaka.⁵⁷

4.4. Regulatorno tijelo

Odredbom članka 367. stavka 3. ZTK-a propisano je da HANFA ne odgovara za istinitost i potpunost informacija koje sadrži odobreni prospekt.

Istodobno, HANFA sukladno odredbama članka 343. stavka 1. točke 14., 367., 371. i 372. ZTK-a odobrava prospekt pod pretpostavkom da je zahtjev za odobrenje prospekta podnijela ovlaštena osoba i ako je prospekt izrađen u skladu s odredbama glave ZTK-a koja uređuje pitanja prospekta. HANFA je ovlaštena obavijestiti o nepotpunosti ili neurednosti zahtjeva, pozvati na ispravak ili dopunu prospekta te dati rok u kojem prospekt odnosno zahtjev mora biti ispravljen ili dopunjen. Konačno, ZTK definira odluku o odobrenju prospekta kao *pozitivnu odluku nadležnog tijela o potpunosti prospekta, uključujući i razumljivost i dosljednost istog*.

HANFA također ima široko postavljene nadzorne ovlasti sukladno člancima 386., 388. i 389. ZTK-a u pogledu prospekta. Načelno, široko postavljene ovlasti nadzornog tijela morale bi za posljedicu imati i široko postavljenu odgovornost za štetu istog tijela – HANFA-e. Tako je moguće zamisliti odgovornost za štetu ulagatelju koja bi proizlazila iz propusta u obavljanju svojih ovlasti određenih ZTK-om. Takva odgovornost predstavljala bi zapravo po svojoj kvalifikaciji odgovornost za nezakonit i/ili nepravilan rad sukladno članku 14. Zakona o sustavu državne uprave (dalje u tekstu: ZSDU).⁵⁸ Primjena

⁵⁷ Tako i Čulinović Herc, E., *Aktualna pitanja financijskog izvještavanja dioničkih društava – odgovornost revizora I. i II.*, Pravo i porezi, br. 2-3, 2005., str. 10.

⁵⁸ Narodne novine, br. 150/2011. Za njemačko pravo vidi Carbonare; Harrer; Spillmann; Wirth F., *op. cit.* u bilj. 17, str. 133: “Nadalje, odobrenje prospekta od strane Federalne agencije za nadzor financijskih usluga (dalje: “BaFin”) nema za posljedicu bilo kakvu njihovu odgovornost temeljem članka 44. i dalje Börsengesetzes. No ipak tužbeni zahtjev protiv BaFina moguće je zasnovati na temelju javnopravne odgovornosti (Amtshaftung).”

navedene odredbe na odgovornost HANFA-e proizlazi iz članka 3. stavka 1. Zakona o HANFA-i koji HANFA-u određuje kao samostalnu pravnu osobu s javnim ovlastima. Dodatno iz članka 14. ZSDU-a proizlazi da se primjenjuje i na pravne osobe koje imaju javne ovlasti u povjerenim im poslovima državne uprave, što bi u ovom slučaju bila HANFA.

Ustavni sud Republike Hrvatske u svojoj je odluci iz 2007. godine izrazio stajalište da je u smislu javnopravne odgovornosti iz članka 13. ZSDU-a dovoljno dokazati nezakonit ili nepravilan rad (štetna radnja), postojanje štete i uzročnu vezu između nezakonitog i nepravilnog rada i nastale štete. Oštećeni nije ovlašten zahtijevati naknadu štete izravno od državnog službenika. Takvi zahtjevi omogućili bi šikanu državnih službenika i otežavali im donošenje odluka. Zato se zahtjev usmjerava na Republiku Hrvatsku, a ona ima pravo regresa prema svojem službeniku propisano u članku 116. Zakona o državnim službenicima (dalje u tekstu: ZDS). Pritom navedeni propis kao i članak 10. Zakona o HANFA-i određuje općeniti princip radnog prava, a to je da radnik odgovara samo za štetu počinjenu namjerno ili krajnjom nepažnjom, pa se shodno navedenom Republika Hrvatska može valjano regresirati samo u takvim slučajevima.⁵⁹

5. ODGOVORNOST ZA ŠTETU

5.1. Priroda odgovornosti za štetu kod odgovornosti iz prospekta

Već smo prethodno argumentirali da odgovornost iz prospekta po njezinoj prirodi sagledavamo kao vid posebne predugovorne odgovornosti iz odnosa povjerenja na koju se shodno primjenjuju odredbe o deliktnoj odgovornosti za štetu. S tim u vezi postavljalo se pitanje prema kojem kriteriju se odgovara iz prospekta. Tako, primjerice, pravo SAD-a za izdavatelja propisuje objektivnu odgovornost⁶⁰, dok za članove upravnog odbora pretpostavlja mogućnost da se oslobode odgovornosti koja bi odgovarala razini obične nepažnje.⁶¹ Švicarsko zakonodavstvo pretpostavlja običnu nepažnju kao standard.⁶² Isto tako postupa njemačko pravo kada je riječ o općoj odgovornosti iz prospekta, a kada je riječ o posebnoj odgovornosti – tada se traži gruba nepažnja.⁶³

⁵⁹ Crnić, I., *Odštetno pravo*, Zgombić & Partneri, Zagreb, 2008., str. 278 i 279.

⁶⁰ Članak 11. b Securities law. Samo se ostale osobe mogu ekskulpirati.

⁶¹ *Ibid.*

⁶² Kowalewski, *op. cit.* u bilj. 9, str. 1047.

⁶³ Ehricke, *op. cit.* u bilj. 1, str. 234 – 236.

Hrvatsko pravo za odgovornost iz prospekta zahtijeva da se primijeni kriterij obične nepažnje, pri čemu se krivnja pretpostavlja. Navedeno proizlazi iz primjene odredbe članka 1045. stavka 1. i 2. ZOO-a. Naime, odredbe članka 359. ZTK-a o odgovornosti ne navode kriterij krivnje koji se primjenjuje na odgovornost iz prospekta, pa se shodno primjenjuju odredbe ZOO-a.⁶⁴ U tom smislu isti bi se kriterij pažnje primjenjivao i na posebnu odgovornost iz članka 359. ZTK-a, kao i na eventualnu opću odgovornost za naknadu štete iz prospekta koja bi se zasnivala na shodnoj primjeni ZOO-a. Pri tome će postojati odgovornost za štetu iz prospekta ako je odgovorna osoba znala ili je kao razumna osoba morala biti upoznata s okolnošću da su podaci sadržani u prospektu netočni ili nepotpuni.

Dakle, neznanje ili ostale subjektivne okolnosti na strani odgovorne osobe neće imati za učinak oslobođenje od odgovornosti. Dapače, s obzirom na to da se traži povećana pažnja, ponašanje koje bi odgovaralo ponašanju prosječnog gospodarstvenika/stručnjaka za posljedicu bi imalo grubu nepažnju.⁶⁵ U pogledu odgovornosti članova uprave i nadzornog odbora dodatno će se primjenjivati kriterij urednog i savjesnog gospodarstvenika iz članka 252. stavka 1. ZTD-a.

Kao što smo uvodno napomenuli, njemački zakonodavac posebno je uredio odgovornost iz prospekta kada je riječ o javnoj ponudi ili uvrštenju na uređeno tržište. Navedena odredba svakako predstavlja otklon od uobičajenog standarda odgovornosti – obične nepažnje. Treba primijetiti da je njemački zakonodavac standard obične nepažnje zadržao kao opći standard i on se primjenjuje na sve situacije u kojima postoji odgovornost iz prospekta izvan javne ponude i uvrštenja vrijednosnih papira na uređeno tržište.⁶⁶ Uvođenje takvog standarda zasigurno ide u korist odgovornim osobama jer će im biti teže dokazati odgovornost iz prospekta, pa onda i sklonosti izdavatelja da koriste tržište kapitala ili da izaberu upravo njemačko tržište kapitala prilikom izdavanja.⁶⁷ Navedeno se argumentira stavom da bi bilo nerazumno kad bi odgovorne osobe odgovarale za svaku običnu nepažnju u svezi s prospektom jer bi tada postojala izloženost riziku koji se teško može odrediti. Prema navedenom stavu procjena tržišta, dobiti i gubitaka te razvojnih mogućnosti također bi u tom slučaju bila

⁶⁴ Različito od toga Miladin, *op. cit.* u bilj. 23, str. 72, koji temeljem članka 359. stavka 4. ZTK-a izvodi zaključak o primjeni kriterija obične nepažnje.

⁶⁵ Vedriš; Klarić, *op. cit.* u bilj. 18, str. 560.

⁶⁶ Ehricke, *op. cit.* u bilj. 1, str. 232 – 235.

⁶⁷ Hopt; Voigt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 84 i 85.

predmetom odgovornosti iz prospekta. Takav pristup ne bi odgovarao samoj svrsi zaštite koja se želi postići uspostavljanjem odgovornosti iz prospekta.⁶⁸

U hrvatskom pravu *de lege ferenda* trebalo bi dobro odvagnuti ovo pitanje i pritom razmisliti o mogućnostima da se odgovornost iz prospekta uredi asimetrično, ovisno o stupnju doprinosa odgovornih osoba.⁶⁹ Dvije stvari smatramo bitnima prilikom takve konstrukcije. Prvo, čini nam se neprimjerenim da postoji mogućnost, pa i načelne naravi, prema kojoj bi se svi pasivno legitimirani, prema načelu krivnje, mogli osloboditi odgovornosti. Dakle, ulagateljima netko mora odgovarati bez obzira na krivnju i u tom smislu nam se izdavatelj čini kao osoba koja ne bi trebala biti u mogućnosti osloboditi se odgovornosti. Drugo, svako povišenje standarda pažnje na strani banaka/investicijskih društava, revizora i ostalih stručnjaka u Hrvatskoj rezultiralo bi znatnim poskupljenjem njihovih usluga ili čak njihovim odustajanjem od pružanja takvih usluga. U tom smislu asimetrična odgovornost iz prospekta koja bi po našem sudu najviše odgovarala hrvatskoj zbilji bila bi uređena na način da postoji objektivna odgovornost izdavatelja, kriterij obične nepažnje u pogledu članova uprave i nadzornog odbora izdavatelja, a kriterij grube nepažnje trebao bi se primjenjivati na revizore i ostale profesionalce te na banke/investicijska društva.

5.2. Odgovornost više osoba

Postavlja se pitanje na koji način odgovaraju pasivno legitimirane osobe povodom odgovornosti iz prospekta. U tom pogledu njihova odgovornost može biti razdijeljena ili solidarna te ograničena ili neograničena.

Članak 356. ZTK-a govori o solidarnoj i neograničenoj odgovornosti za sažetak prospekta. Nije jasno iz kojeg je razloga zakonodavac propustio na isti način normirati i pitanje odgovornosti za cijeli prospekt, a ne samo za sažetak. Upitno je stoga bi li se odredba o solidarnosti i neograničenosti odgovornosti u hrvatskom pravu protezala sa sažetka i na cjelokupan prospekt, osobito uzevši u obzir da se solidarnost nikada ne pretpostavlja te je za njezinu uspostavu uvijek potrebna pravna osnova ili u zakonu ili u pravnom poslu.⁷⁰

Do eventualnih rješenja možemo doći primjenom odredaba članka 1107. ZOO-a koje uređuju pitanje solidarne odgovornosti za deliktne statut. U sluča-

⁶⁸ Ehricke, *op. cit.* u bilj. 1, str. 234 i 235.

⁶⁹ Gerner-Beuerle, *op. cit.* u bilj. 24, str. 66.

⁷⁰ Crnić, I., *Zakon o obveznim odnosima*, 4. izdanje, Organizator, Zagreb, 2010., str. 1535.

ju da se izrada prospekta može kvalificirati kao zajednička radnja svih pasivno legitimiranih, njihova će odgovornost bez sumnje biti solidarna. To, naime, proizlazi iz članka 1107. stavka 1. ZOO-a koji propisuje solidarnu odgovornost za štetu koju je prouzročilo više osoba zajedno. Ako se izrada prospekta ne može kvalificirati kao zajednička radnja, u obzir bi dolazila primjena stavka 3. članka 1107. ZOO-a koji uređuje situacije neovisnog djelovanja na istoj šteti ili stavka 4. istog članka koji uređuje situacije u kojima su počinitelji na neki način povezani, a ne može se utvrditi koji je od njih štetu prouzročio.

U pogledu pitanja ograničenosti s obzirom na doprinose štetnika ni ZTK ni ZOO ne nudi takva rješenja. Dapače, u pogledu sažetka prospekta ZTK izričito spominje neograničenu odgovornost, a iz odredbe 1109. proizlazi da se u odnosu solidarni vjerovnik – dužnik neće procjenjivati dužnikova krivnja ili doprinos šteti.⁷¹ Navedeno predstavlja interni odnos solidarnih dužnika. Taj odnos nije solidaran te će se povodom mogućeg regresa štetnika koji je oštećenom platio više nego što je njegov doprinos odnosno krivnja utvrđivati udjeli svakog pojedinog štetnika s obzirom na njegovu krivnju i težinu posljedica proisteklih iz njegovih radnji.⁷² Podredno, ako se udjeli ne bi mogli utvrditi, odgovaralo bi se na jednake dijelove, osim ako kriterij pravičnosti ne bi zahtijevao drukčije rješenje.

5.3. Slučajevi oslobođenja od odgovornosti za štetu iz prospekta

Osim članka 359. stavka 6. ZTK-a koji se odnosi na odgovornost za sažetak prospekta, ZTK posebno ne propisuje kad se odgovorne osobe mogu osloboditi odgovornosti iz prospekta.

Iz navedenog proizlazi da se za podatke iz sažetka ne odgovara, osim u slučajevima kada sažetak dovodi u zabludu, netočan je ili je nedosljedan ako se čita zajedno s ostalim dijelovima prospekta. Ova odredba posljedica je usklađenja s odredbom članka 6. stavka 2. Direktive 2003/71/EZ-a.

S obzirom na to da ZTK ne sadrži druge odredbe o oslobođenju od odgovornosti, na navedeno se imaju primijeniti opće odredbe o deliktnoj odgovornosti iz ZOO-a. Pri tome će s obzirom na načelo pretpostavljene krivnje

⁷¹ Suprotno rješenje vidi članak 759. stavak 1. Švicarskog zakonika o obveznim odnosima: *Where two or more persons are liable for the losses, each is jointly and severally liable with the others to the extent that the damage is personally attributable to him on account of his own fault and the circumstances.*

⁷² Crnić, *op. cit.* u bilj. 70, str. 1552.

(obične nepažnje) aktivno legitimirani morati objasniti zbog čega se pretpostavljena krivnja na njih ne odnosi.⁷³ Takav zahtjev zapravo je naličje odredaba članka 23. stavka 2. Wertpapierprospektgesetzes koji govori o isključenjima odgovornosti bez obzira na pitanje krivnje. Stoga su odredbe članka 23. stavka 2. Wertpapierprospektgesetzes kadre poslužiti u ovom odjeljku rada kako bi se jednostavnije razložila pitanja oslobođenja od odgovornosti u hrvatskom pravu.

Članak 23. stavak 2. Wertpapierprospektgesetzes uređuje sljedeće slučajeve oslobođenja od odgovornosti iz prospekta:

- i) ako vrijednosni papiri nisu kupljeni temeljem prospekta
- ii) činjenice u kojima prospekt sadrži netočne i nepotpune informacije nisu utjecale na pad vrijednosti vrijednosnih papira na tržištu
- iii) ako je ulagatelj bio svjestan netočnosti i nepotpunosti informacija sadržanih u prospektu prilikom kupnje vrijednosnih papira
- iv) ako je prije kupnje vrijednosnih papira od strane ulagatelja objavljen ispravak netočnih ili nepotpunih informacija
- v) za podatke u sažetku prospekta odgovara se samo u slučajevima kada sažetak dovodi u zabludu, netočan je ili je nedosljedan ako se čita zajedno s ostalim dijelovima prospekta.

i) Slučaj u kojem vrijednosni papiri nisu kupljeni temeljem prospekta primjer je situacije u kojoj postoji nedostatak u pitanju uzročno-posljedične veze. To možemo zamisliti kada bi se vrijednosni papiri stjecali temeljem nekog pravnog posla pri čemu je stjecanje takvih vrijednosnih papira samo sporedan element. Također, situacije u kojima je vrijednosni papir stečen dominantnim utjecajem treće osobe, a ne temeljem ulagačke odluke i podataka sadržanih u prospektu. Prema stavu dijela teorije ne zahtijeva se da je ulagatelj doista pročitao prospekt, nego se može osloniti na opće ulagateljsko raspoloženje koje je prospekt stvorio, primjenom teorije o efikasnom tržištu.⁷⁴

ii) Slučaj u kojemu netočne i nepotpune informacije nisu utjecale na pad vrijednosti vrijednosnih papira na tržištu također je situacija u kojoj postoji nedostatak u pitanju uzročno-posljedične veze. Već je spomenuto da se o uzročnosti govori samo kad netočne i nepotpune informacije mogu utjecati na cijenu vrijednosnog papira – dakle, kada su značajne.⁷⁵ No, i kada utvrdimo

⁷³ Ehricke, *op. cit.* u bilj. 1, str. 236.

⁷⁴ Carbonare; Harrer; Spillmann; Wirth, *op. cit.* u bilj. 17, str. 129.

⁷⁵ *Ibid.*, str. 122, 129.

značajnost moguće je dokazivati da one nisu uzrok promjene u cijeni, nego da uzrok leži u nekoj drugoj okolnosti, primjerice u nekom značajnijem sistemskom potresu na tržištu kapitala.

iii) Slučaj u kojemu je ulagatelj bio svjestan netočnosti i nepotpunosti informacija sadržanih u prospektu prilikom kupnje vrijednosnih papira također je situacija nedostatka u pitanju uzročno-posljedične veze. Iako i ovdje postoji štetna radnja na strani aktivnolegitimiranih (objava netočnih i nepotpunih informacija), ona nije mogla utjecati na ulagačku odluku.

iv) Slučaj u kojem je prije kupnje vrijednosnih papira od strane ulagatelja objavljen ispravak netočnih ili nepotpunih informacija također je situacija nedostatka u pitanju uzročno-posljedične veze. Ovo je isključivi slučaj u kojem je dovoljno da je ulagatelj morao znati za netočnosti i nepotpunosti informacija sadržanih u prospektu. Dakle, u hrvatskom pravu u ovakvom slučaju ne bi bilo potrebno dokazivati da je ulagatelj doista znao za objavu ispravka ili dopune. Bilo bi dovoljno da je ispravak objavljen.

v) Situacija u kojoj se za podatke u sažetku prospekta odgovara samo u slučajevima kada sažetak dovodi u zabludu, netočan je ili nedosljedan ako se čita zajedno s ostalim dijelovima prospekta nastala je iz pretpostavke da se ulagačka odluka ne može razumno donijeti samo na temelju sažetka prospekta. Navedeno, naime, proizlazi iz članka 356. stavka 3. točke 2. ZTK-a koji zahtijeva da se svaka odluka o ulaganju mora temeljiti na ulagateljevoj procjeni prospekta kao cjeline.

Gore navedeni primjeri od i) do v) situacije su u kojima odgovornost neće postojati zbog nedostatka u uzročno-posljedičnoj vezi. Istodobno, pasivnolegitimirani bit će u mogućnosti osloboditi se odgovornosti i u slučajevima kada dokažu da na njihovoj strani ne postoji krivnja za netočnost i nepotpunost informacija iz prospekta.

6. OSOBE KOJE SU OVLAŠTENE PODNIJETI ZAHTJEV ZA NAKNADU ŠTETE IZ PROSPEKTA (AKTIVNA LEGITIMACIJA)

Članak 359. stavak 4. ZTK-a određuje da pasivno legitimirani odgovaraju za štetu koja ulagatelju nastane zbog netočnih ili nepotpunih informacija. Iz navedenog proizlazi da je aktivno legitimirana osoba ulagatelj. ZTK, kao ni Direktiva 2003/71/EZ-a, ne daju posebnu definiciju ulagatelja. Ulagatelja svakako legitimira činjenica što je kupio određene vrijednosne papire izdavatelja.

Dakle, kriterij bi prije svega trebao biti okolnost jesu li vrijednosni papiri kupljeni oslanjajući se na prospekt. Iz navedenog bi također proizlazilo da

vrijednosni papiri moraju biti stečeni uz naknadu jer u suprotnom ne bismo mogli govoriti o nastanku štete na strani aktivno legitimiranog.⁷⁶

Dodatan problem mogla bi predstavljati situacija u kojoj su vrijednosni papiri istoga roda, pa nije moguće ni razabrati o kojim je vrijednosnim papirima riječ.⁷⁷ Njemački zakonodavac načelno priznaje posebnu odgovornost iz prospekta samo u pogledu novoizdanih vrijednosnih papira.⁷⁸ Ako nije moguće razgraničiti već izdane vrijednosne papire, članak 21. stavak 1. i članak 22. stavak 1. njemačkog Wertpapierprospektgesetzes propisuje da su aktivno legitimirani ulagatelji bez obzira je li riječ o starim ili novoizdanim vrijednosnim papirima.

Određene zemlje ograničile su aktivnu legitimaciju samo na osobu prvog stjecatelja.⁷⁹ Njemačka s druge strane priznaje mogućnost da su aktivno legitimirane i sve ostale osobe koje su stekle vrijednosni papir u roku od šest mjeseci od početka njegova trgovanja. Hrvatsko pravo u tom pogledu šuti. No, primjenom općih odredbi o naknadi štete za sve vrijeme dok se ulagatelj može osloniti na prospekt – a to je temeljem članka 363. stavka 1. ZTK-a⁸⁰ dvanaest mjeseci nakon njegova odobrenja ili uvrštenja na uređeno tržište vrijednosnih papira, ulagatelji bi imali aktivnu legitimaciju u pogledu odgovornosti iz prospekta.

Spomenuta ograničenja imaju svoje ekonomsko obrazloženje. Proširenje odgovornosti na sve vrijednosne papire i na svakog sljedećeg stjecatelja povećava broj potencijalno aktivnolegitimiranih i umnožava volumen odštetnih zahtjeva koji je unaprijed teško predvidjeti. To se posebno odnosi na situacije kada bi u vremenu u kojem se ulagatelji mogu osloniti na podatke iz prospekta bilo preprodano vrijednosnih papira koji bi odgovarali ili premašivali cijeli temeljni kapital izdavatelja. To bi ozbiljno dovelo u pitanje načelo očuvanja temeljnog kapitala izdavatelja. Također, ovakvo proširenje, barem hipotetski, moglo bi značajno utjecati na volatilnost tržišta kapitala.⁸¹ U tom smislu odgovornost izdavatelja za štetu u sukobu je s odredbama članka 233. stavka 3. ZTD-a koji govori o dopuštenim slučajevima stjecanja vlastitih dionica te s

⁷⁶ Grunewald; Schlitt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 252.

⁷⁷ Grunewald; Schlitt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 252; Hopt; Voigt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 53 i 54.

⁷⁸ Grunewald; Schlitt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 252; Hopt; Voigt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 53 i 54.

⁷⁹ Hopt; Voigt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 54.

⁸⁰ Članak 141. Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o tržištu kapitala, Narodne novine, br. 54/2013.

⁸¹ Hopt; Voigt, *op. cit.* u bilj. 4, str. 57 i 58.

odredbom članka 217. ZTD-a koja govori o zabrani povrata plaćenog. Tumačenje prema kojem odredbe o odgovornosti iz prospekta imaju prednost nad odredbama članka 233. i 217. ZTD-a čini nam se ispravnim.⁸²

Zaključno, gore navedena razmatranja ne dovode u pitanje odgovornost izdavatelja i njegovih organa koja bi proizlazila iz objave informacija koje je izdavatelj dužan objavljivati kao društvo čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište.⁸³ Tako bi odgovornost, osim iz prospekta, postojala iz naknadne obveze izvješćivanja koja postoji za izdavatelje na uređenom tržištu, pod pretpostavkom da su ispunjeni uvjeti za deliktну odgovornost.

7. POPRAVLJANJE ŠTETE

7.1. Obujam i visina naknade štete

Kod naknade štete iz prospekta postavlja se pitanje na koju štetu ulagatelj ima pravo. Njemački Wertpapierprospektgesetz u članku 21. i 22. priznaje samo mogućnost da se naknade troškovi stjecanja vrijednosnih papira, a da se papiri natrag otkupe po cijeni stjecanja (pod pretpostavkom da cijena stjecanja nije viša od cijene pod kojom su papiri izdani). Ako cijena prilikom izdanja ne bi bila utvrđena, tada bi se u obzir uzimala prva cijena ostvarena na uređenom tržištu, a ako bi se trgovina ostvarila na više tržišta odjedanput, onda najviša od tih cijena. U slučaju da ulagatelj proda vrijednosne papire dalje, od odgovorne osobe moći će prema njemačkom pravu zahtijevati samo razliku između cijene stjecanja i prodajne cijene.

Kriterij naknade obične štete mogao bi biti i pretpostavka da su vrijednosni papiri s obzirom na određene podatke preskupo plaćeni, pa bi se obična šteta mogla utvrđivati kao razlika između plaćene cijene i stvarne vrijednosti takvog vrijednosnog papira s točnim i potpunim informacijama.⁸⁴ Kod izračuna obične štete, pod pretpostavkom efikasnog funkcioniranja tržišta, stvarna vrijednost vrijednosnog papira mogla bi se lako utvrditi s obzirom na tržišnu cijenu vrijednosnog papira. No, navedena metoda ima svojih manjkavosti s obzirom da tržište ne mora nužno biti efikasno.⁸⁵ Dapače, do velikih padova tržišne cijene vrijednosnih papira može doći nakon objave kakve manjkavosti

⁸² Tako vidi Miladin, *op. cit.* u bilj. 23, str. 73.

⁸³ Vidi članke 442., 459. i 461. ZTK-a.

⁸⁴ Kowalewski, *op. cit.* u bilj. 9, str. 1048.

⁸⁵ *Ibid.*

prospekta, tako da cijena vrijednosnog papira na tržištu nikako ne odgovara njegovoj stvarnoj vrijednosti.

Kod ocjene visine izmakle koristi u hrvatskom pravu se sukladno članku 1089. ZOO-a uzima u obzir dobitak koji se mogao osnovano očekivati prema redovitom tijeku stvari ili prema posebnim okolnostima, a čije je ostvarenje spriječeno štetnikovom radnjom ili propuštanjem. Pri tome teorija zahtijeva i) da je kod oštećenika postojala namjera stjecanja koristi koja se zbog štetnikova postupka izjalovila, ii) postojanje objektivne vjerojatnosti da bi dobitak bio stečen da to štetnik nije spriječio svojim ponašanjem ili propuštanjem i iii) postojanje dopuštenja za korist.⁸⁶

Zahtjev za naknadu štete ograničen je učenjem o negativnom pogodbenom interesu. Konkretnije, u slučaju odgovornosti iz prospekta visina štete neće se utvrđivati uzimajući u obzir sve ono što bi ulagatelj uprihodio da su informacije sadržane u prospektu bile točne i potpune, nego bi se naknada štete ograničila na iznose koje bi ulagatelj mogao uprihoditi ulaganjem u drugu sličnu ulagačku priliku koju je propustio poklonivši vjeru netočnim i nepotpunim podacima u prospektu. Smatramo da na gore opisani način treba *de lege lata* tumačiti postojeće odredbe o obujmu i visini naknade štete.

7.2. Doprinos oštećenika vlastitoj šteti

Člankom 1092. ZOO-a propisano je da oštećenik koji je pridonio da šteta nastane ili da bude veća nego što bi inače bila ima pravo samo na razmjerno sniženu naknadu. U slučaju kad je nemoguće utvrditi koji dio štete potječe od oštećenikove radnje ili propusta, sudu se prepušta dosuditi naknadu vodeći računa o okolnostima slučaja. Spomenuta odredba primjenjuje se i na situacije odgovornosti za štetu iz prospekta.⁸⁷ Doprinos šteti od strane oštećenika, u našem slučaju ulagatelja, moguć je jednako radnjom kao i propuštanjem. Pritom se ne uzima u obzir oštećenikov subjektivan odnos prema nastanku ili povećanju štete, nego se samo mora dokazati neuobičajenost ponašanja i uzročnost.⁸⁸

U okviru odgovornosti iz prospekta pitanje doprinosa oštećenika ponajprije se ogleda u sljedećim ponašanjima: i) prodaje vrijednosnih papira kako bi se šteta umanjila i ii) trenutka podnošenja tužbenog zahtjeva za naknadu štete protiv odgovornih osoba.

⁸⁶ Crnić, *op. cit.* u bilj. 70, str. 1332 i 1333.

⁸⁷ Kod specijalne odgovornosti njemačko pravo ne priznaje mogućnost doprinosa, vidi Ehrlicke, *op. cit.* u bilj. 1, str. 242 i 243.

⁸⁸ Crnić, *op. cit.* u bilj. 70, str. 1357.

i) Primjenjujući kriterij uobičajenosti ponašanja, treba uzeti u obzir standarde dužne pažnje iz članka 10. ZOO-a (pažnja dobrog gospodarstvenika, domaćina, stručnjaka). Dakle, ako bi to dužna pažnja nalagala, ulagatelj bi bio dužan prodati vrijednosne papire i time umanjiti daljnju štetu.⁸⁹ Ovisno o tome je li riječ o profesionalnom ulagatelju ili malom ulagatelju, primjenjivat će se i različiti stupnjevi pažnje, pažnja dobrog stručnjaka kada je riječ o profesionalnim ulagateljima, odnosno pažnja dobrog domaćina kada je riječ o malim ulagateljima.

Pitanje obveze prodaje vrijednosnih papira kako bi se umanjila šteta susreće se s pitanjem treba li ulagatelj držati svoju ulagačku poziciju ili podlegnuti panici te što prije prodati vrijednosne papire.⁹⁰ Naime, kada bi postojao takav zahtjev prema ulagateljima, njihovo ponašanje moglo bi se pretvoriti u samoostvaramoće proročanstvo. Dapače, takvo ponašanje moglo bi uzrokovati daljnju štetu kroz daljnji pad tržišne cijene vrijednosnog papira.⁹¹

Ulagatelja se ne može opteretiti generalnom obvezom na prodaju vrijednosnog papira kako bi se umanjila šteta. Takva obveza eventualno bi postojala u slučaju konstantnog negativnog razvoja tržišne cijene, no navedeno će se morati ocjenjivati od slučaja do slučaja prema slobodnoj ocjeni.⁹²

S druge strane, može se postaviti i pitanje što je u slučajevima kada tržište nije reagiralo na manjkavosti u prospektu. Naime, razuman ulagatelj navedenu bi manjkavost trebao uzeti u obzir, usporediti s tržišnom cijenom vrijednosnog papira i ocijeniti je li navedena cijena s obzirom na nove informacije previsoka te shodno otuđiti vrijednosne papire.⁹³

ii) U pogledu podnošenja tužbenog zahtjeva ulagatelj je u hrvatskom pravu ograničen samo zastarnim rokovima. Ipak, što ranije podnošenje tužbenog zahtjeva ulagatelju će svakako omogućiti da jednostavnije dokazuje sve elemente štete.⁹⁴ Takvim ponašanjem onemogućuju se i prigovori odgovornih osoba da je upravo protekom vremena došlo do štete ili da je zbog proteka vremena doprinos šteti na strani ulagatelja veći.⁹⁵

⁸⁹ Bolle, *op. cit.* u bilj. 24, str. 368.

⁹⁰ Za švicarsko pravo tako Kowalewski, *op. cit.* u bilj. 9, str. 1050.

⁹¹ *Ibid.*

⁹² Za švicarsko pravo tako Kowalewski, *op. cit.* u bilj. 9, str. 1050; Ehricke, *op. cit.* u bilj. 1, str. 243.

⁹³ Kowalewski, *op. cit.* u bilj. 9, str. 1051.

⁹⁴ Bolle, *op. cit.* u bilj. 24, str. 368.

⁹⁵ *Ibid.*, str. 369.

Načelo savjesnosti i poštenja od ulagatelja bi zahtijevalo da se po saznanju za manjkavost u prospektu, što je po redovitom tijeku stvari prije moguće, obrati aktivnolegitimiranim osobama – izvijesti ih o konkretnom saznanju te o svojem zahtjevu za naknadom štete.⁹⁶ Takvo ponašanje bilo bi i pretpostavljeno prodaji spornih vrijednosnih papira na tržištu jer bi se prodajom umnažao broj pasivnolegitimiranih osoba i shodno povećavao potencijalni iznos naknade štete na strani aktivnolegitimiranih. Navedeno bi, dakle, predstavljalo i savjesno korištenje vlastitih prava.

8. ZASTARA ZAHTJEVA ZA NAKNADU ŠTETE

Uvodno napominjemo da ZTK nema posebnih odredbi o zastari potraživanja za naknadu štete povodom odgovornosti iz prospekta.⁹⁷

Zastara zahtjeva za naknadu štete iz prospekta ponajprije ovisi kako prilazimo pitanju pravne prirode odgovornosti iz prospekta. S obzirom na to da se na prospektnu odgovornost primjenjuju odredbe ZOO-a o deliktnoj odgovornosti, to bi se na nju imao primijeniti članak 230. ZOO-a koji propisuje da tražbina naknade štete zastarijeva za tri godine otkad je oštećenik doznao za štetu i za osobu koja je štetu učinila. U svakom slučaju ta tražbina bi zastarijevala za pet godina otkad je šteta nastala.⁹⁸

Ako bi se odgovornost iz prospekta tretirala kao ugovorna odgovornost, takva tražbina bi sukladno članku 230. stavku 3. ZOO-a zastarijevala s obzirom na zastarni rok koji je propisan za tu vrstu ugovora. Uz pretpostavku da je riječ o ugovoru o kupoprodaji, primjenjivale bi se odredbe članka 225. ZOO-a koji propisuje zastarni rok od pet godina ili odredbe članka 228. ZOO-a, ako bi bila riječ o međusobnim tražbinama iz trgovačkih ugovora o prometu robe i usluga, a tada bi zastarni rok bio tri godine.

Poseban bi slučaj bio kada bi povreda točnosti i potpunosti prospekta ujedno ispunjavala i biće kakvog kaznenog djela. Tada bi se temeljem članka 231. ZOO-a primjenjivao zastarni rok koji je predviđen za zastaru kaznenog progona, ako bi takav bio dulji.

Takav zastarni rok čini nam se kao zadovoljavajuće rješenje. No, samo u kombinaciji s rješenjem kakvo je propisano u članku 21. i 22. Wertpapierprospektgesetza. Prema navedenim odredbama, naime, aktivno je legitimiran samo

⁹⁶ Ehricke, *op. cit.* u bilj. 1, str. 243.

⁹⁷ Tako i Miladin, *op. cit.* u bilj. 23, str. 72.

⁹⁸ Vidi članak 225. ZOO-a.

ulagatelj koji u roku od šest mjeseci od izdavanja, uplate, odnosno početka trgovanja vrijednosnim papirima naplatno stekne vrijednosni papir.⁹⁹

9. ZAKLJUČAK

Odgovornost iz prospekta kao poseban pravni institut nastala je ponajprije iz potrebe zaštite ulagatelja na tržištima kapitala. Pritom se ulagatelje želi zaštititi od svih onih ponašanja izdavatelja i ostalih odgovornih osoba koja bi bila upravljena k tome da ulagatelj ne može donijeti ulagačku odluku na temelju relevantnih informacija i okolnosti.

S obzirom na pretežiti način usklađivanja hrvatskog prava europskoj pravnoj tečevini, koji se često zaustavlja na pukom prevođenju određenih pravnih normi, postavio se čitav niz pitanja kako na najbolji način preuzete norme o prospektu staviti u pravilan kontekst s postojećim hrvatskim pravnim poretkom.

Ipak, nedostaci odredbi ZTK-a o odgovornosti iz prospekta navode na nužnu podrednu primjenu općih odredbi o odgovornosti za štetu. Time se ulagateljima omogućuje barem kakva-takva pravna sigurnost. Bez navedene kombinacije tumačenja odredbi ZTK-a i ZOO-a hrvatsko pravo uopće nije u poziciji odgovoriti na suvremene zahtjeve u pogledu odgovornosti iz prospekta.

Slijedom navedenog, *de lege ferenda*, za hrvatsko pravo tržišta kapitala nužno je odgovornost iz prospekta urediti značajnim izmjenama i dopunama članka 359. ZTK-a. U tom smislu instruktivna je odredba članka 23. Wertpapierprospektgesetza prema kojoj se uzročna veza između netočnih i nepotpunih podataka iz prospekta i nastale štete pretpostavlja. Takvo rješenje umnogome olakšava poziciju ulagatelja u situaciji u kojoj postoji asimetrija informacija u korist izdavatelja vrijednosnih papira. Iako se primjenom hrvatskih propisa dolazi do sličnih rješenja, valjalo bi navedeno izričito propisati u članku 359. ZTK-a.

U vezi s time, poradi pravne sigurnosti trebalo bi po uzoru na članak 23. Wertpapierprospektgesetza točno propisati razloge u kojima bi se odgovorne osobe mogle osloboditi odgovornosti. Time bi se dao jasan okvir odgovornosti sudionicima tržišta kapitala, koji bi u tom slučaju mogli lakše procijeniti rizike te u skladu s takvom procjenom uskladiti svoja postupanja.

Odredba članka 359. ZTK-a na jasniji bi način trebala urediti i pitanje kruga aktivnolegitimiranih osoba za štetu iz prospekta. Pretpostavka kvalitetnog

⁹⁹ Tako Miladin, *op. cit.* u bilj. 23, str. 72.

rješenja je uređenje pitanja odnosa odredbi ZTK-a o odgovornosti za štetu i odredbi ZOO-a, odnosno njihove konkurencije. Naime, ZTK je odredbom članka 359. stavka 1. pobrojao osobe odgovorne za prospekt, ali nije isključio mogućnost da i druge osobe odgovaraju za štetu iz prospekta primjenom općih pravila ZOO-a. Pitanje konkurencije posebnih i općih odredbi njemački zakonodavac riješio je člankom 25. Wertpapierprospektgesetza i dopustio njihovu konkurenciju. S obzirom na to da se u hrvatskom pravu pretpostavlja obična nepažnja, smatramo da takav način rješavanja konkurencije odredbi nije primjeren. Bilo bi stoga s pozicije pravne sigurnosti bolje da se krug odgovornih osoba iz prospekta ograniči izričitom odredbom ZTK-a te dodatno da se u tom pogledu ne dopusti mogućnost da se odgovornost iz prospekta konstituirala na temelju općih odredbi ZOO-a. U pogledu određenja kruga odgovornih osoba treba prihvatiti suvremene tendencije te bi krug odgovornih osoba trebao obuhvaćati: izdavatelja, njegove članove uprave i nadzornog odbora, banke/investicijska društva, revizore i druge stručnjake koji sudjeluju kod izdanja ili uvrštenja. Pritom bi se s obzirom na specifičnost hrvatskog tržišta kapitala trebalo omogućiti bankama/investicijskim društvima, revizorima i drugim stručnjacima da se izjavama sadržanim u prospektu oslobode odgovornosti iz prospekta.

U pogledu vrste odgovornosti ZTK bi morao jasno odrediti prema kojima načelima se odgovara iz prospekta. Iz sadašnjeg pristupa proizlazi da sve odgovorne osobe odgovaraju po načelu pretpostavljene krivnje. Smatramo da doprinosi šteti iz prospekta nisu jednaki te da bi stoga odgovornost trebalo urediti stupnjevitom i to ovisno o doprinosima odgovornih osoba. U tom smislu asimetrična odgovornost iz prospekta koja bi, po našem sudu, najviše odgovarala hrvatskoj zbilji bila bi uređena na način da se uredi objektivna odgovornost izdavatelja, da se na članove uprave i nadzornog odbora izdavatelja primjenjuje kriterij obične nepažnje, dok bi se na revizore i ostale profesionalce te na banke/investicijska društva trebao primjenjivati kriterij grube nepažnje.

U pogledu aktivne legitimacije ZTK samo načelno propisuje da za štetu odgovara ulagatelj, pri čemu se propušta definirati pojam ulagatelj. Navedeno ostavlja nedorečenim pitanje tko se sve smatra ulagateljem. *De lege ferenda*, odredbe ZTK-a trebalo bi urediti po uzoru na odredbe članka 21. stavka 1. Wertpapierprospektgesetza koje vremenski ograničavaju aktivnu legitimaciju na osobe koje su kupile vrijednosni papir u razdoblju od šest mjeseci od izdavanja prospekta, pri čemu zahtjev imaju i osobe koje su u međuvremenu prodale vrijednosni papir.

U pogledu odredaba o zastari *de lege ferenda* za hrvatsko pravo instruktivna je odredba članka 46. njemačkog Börsengesetza koja je zastarni rok odredila na razdoblje od godine dana.

Gore opisanim izmjenama odredbi ZTK-a o odgovornosti za štetu te uvođenjem isključive nadležnosti trgovačkih sudova dobili bismo sveobuhvatno i moderno zakonsko rješenje instituta odgovornosti iz prospekta koje bi odgovaralo potrebama i specifičnostima hrvatskog pravnog poretka.

Summary

Branko Skerlev *

PROSPECTUS LIABILITY

The present work is placing the provisions of the Law on the capital markets in the context of the general legislation concerning private law liability, more particularly, a detailed account of the elements of prospectus liability is given according to Croatian law, along with a presentation of comparative solutions, with a proposition as regards possible improvements. Moreover, the influence of the Directive 2003/71/EC is being discussed as regards the Croatian solutions. Finally, legal interpretations from European and American law are being discussed as regards the possibility of their use in Croatian law in the context of the existing legislation. Considerations in this work are limited to the civil prospectus liability that can be claimed by the investor that suffered damage, in cases where the approval of the prospectus by a regulatory body was requested and granted. It is to be concluded that the provisions of the Croatian Law on capital markets concerning civil prospectus liability were not well drawn in the time of their enacting. Such a conclusion is not unexpected taking into consideration the manner and speed they were implemented in the Croatian legal order. De lege ferenda, the Croatian regulatory framework concerning capital markets and prospectus liability needs to be significantly amended.

Keywords: prospectus, prospectus content, prospectus liability, comparative regulation

* Branko Skerlev, LL.M., Attorney at Law, Radnička cesta 52/R2, Zagreb

